

2010年8月10日

胜利精密

国际领先的结构模组服务商

A
未有评级

002426.SS - 人民币 15.43

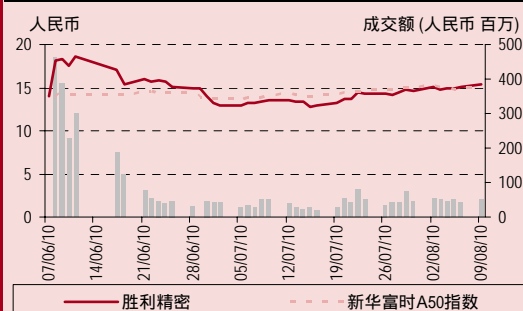
许民乐, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8589

minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090247

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	n.a	13	n.a	n.a
相对新华富时A50指数(%)	n.a	7	n.a	n.a

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	400.41
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	619
3个月日均交易额(人民币 百万)	75
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
高玉根	44.93

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

胜利精密是国内产销规模最大、研发能力最强的专业精密结构模组服务商之一, 主要从事精密结构模组的研发、设计、和后续改进等全流程服务。主要产品包括精密金属结构件、精密塑胶结构件、Base、精密磨具等。公司依靠领先的工艺技术和完善的管理服务, 确立了在平板电视产业链中结构模组全球供货商的市场地位, 公司将充分分享平板电视行业带来的高成长机会。

主要发现

- 平板电视整机成本的下降给全球平板电视产业带来了飞速发展的机遇, 尤其是像中国这样平板电视渗透率还比较低的新兴市场, 作为平板电视的结构模组件供应商, 胜利精密将受益于行业的快速发展。
- 公司对研发持续的高投入打造了一支面向整个产业趋势进行前瞻性研发的技术团队, 领先的产品研发能力和先进的技术工艺是公司提高产品市场竞争力的有利保障。
- 公司跟随客户在波兰设立了胜利波兰, 尝试全球化的生产和本地化的配套。
- 利用 IPO 募集资金投资突破产能约束, 公司积极的扩大销售规模以适应市场日益增长的需求, 抢得先机占领市场。
- 公司 2010-12 年的每股收益预测分别为 0.52、0.63 和 0.71 元, 对应的市盈率分别为 30、24 和 21 倍, 相比行业整体估值, 处于平均水平。

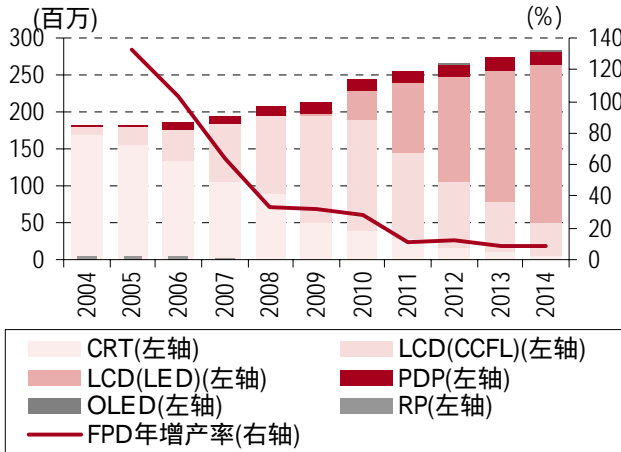
图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	802.62	795.41	901	1,122	1,361	1,591
变动(%)		(0.95)	7.30	25.80	22.40	17.80
净利润(人民币 百万)	144.85	157.26	168.00	206.43	252.61	284.37
全面摊薄股数(百万)	120	360.31	360.31	400.41	400.41	400.41
全面摊薄每股收益(人民币)	1.19	0.44	0.46	0.52	0.63	0.71
变动(%)		(63)	7	11	22	13
市盈率(倍)	12.9	35.1	33.0	29.7	24.3	21.5
每股现金流量(人民币)	1.00	0.29	0.45	0.47	0.55	0.63
价格/每股现金流量(倍)	15.3	52.8	34.4	32.5	27.7	24.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	117.3	43.1	30.7	21.0	17.2	16.7
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.08	0.10	0.11
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.5	0.6	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

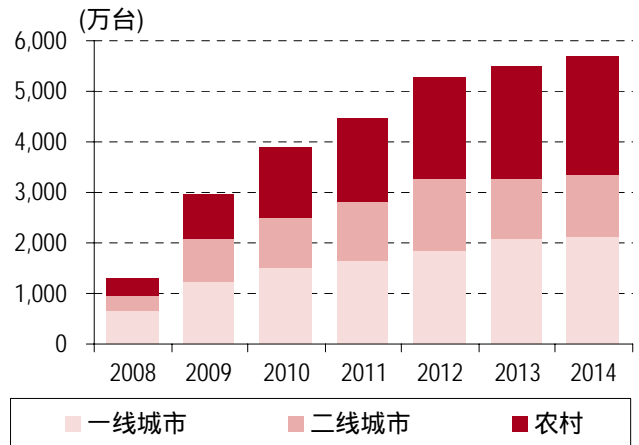
快速成长的平板电视市场

图表 2. 全球电视按应用技术分类出货量



资料来源: DisplaySearch

图表 3. 中国平板电视在不同区域的发展状况



资料来源: DisplaySearch

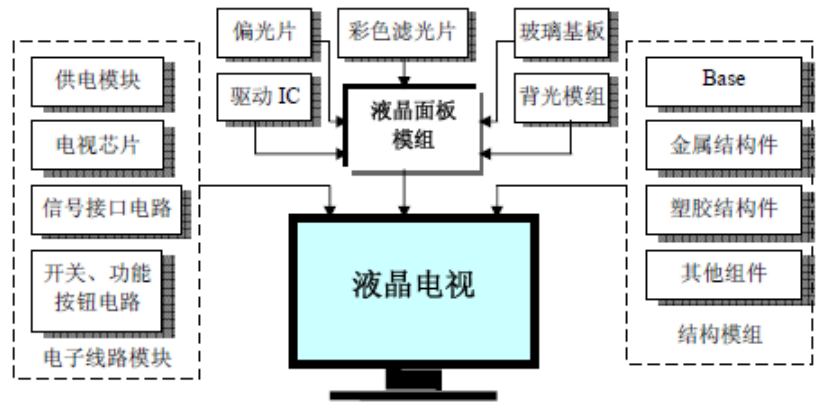
受益于今年平板电视面板成本的快速下降,全球平板电视价格大幅下滑,促使其出货量大幅增长,新兴市场 CRT 到平板电视转换速度加快,成熟市场也有很好的成长性。据 DisplaySearch 估计,全球平板电视市场出货量超过 32%,2010 年全球出货量将超过到 1 亿 8 千 8 百万台。

中国是液晶电视重点成长地区,由于政府扩大了补贴区域,DisplaySearch 估计 2010 年液晶电视较去年成长 35%。未来五年中国急速的城市化进程,以及 2011 年后,中国境内多加高世代 TFT LCD 面板厂商的陆续量产,都将带来中国平板电视持续的高成长。DisplaySearch 预计,中国平板电视的出货量将从 2009 年 3,100 万台,大幅增长至 2014 年的 5,900 万台,年复合增长率为 14%。而平板电视的渗透率将从 2009 年的 72% 增长到 2014 年接近 100%,CRT 电视届时将完全消失。

全球领先的平板电视结构模组服务商

胜利精密是国内产销规模最大、研发能力最强的专业精密结构模组制造服务商之一,主要从事精密结构模组的研发、设计、和后续改进等全流程服务,主要产品包括精密金属结构件、精密塑胶结构件、Base、精密磨具等,主要应用于世界品牌电视制造商(飞利浦)和代工厂商(冠捷)生产的平板电视。

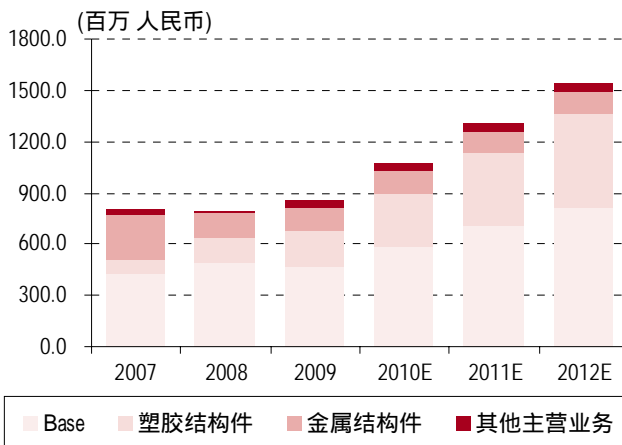
图表 4. 平板电视产业分工



资料来源：中银国际研究、公司资料

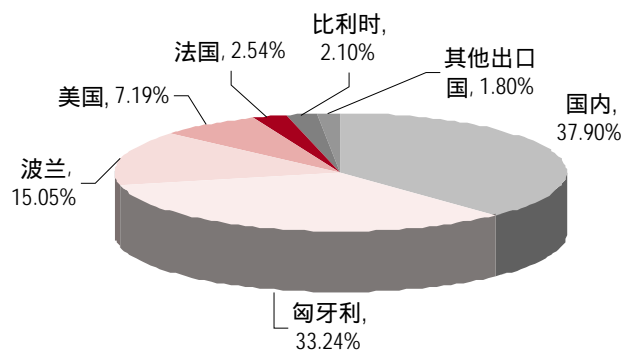
公司是平板电视结构模组全球供应商，产品出口欧洲、北美。为适应国际平板电视产业链布局变动，更加贴近市场和客户，公司于 2007 年在波兰设立全资子公司波兰胜利，现已实现规模化生产和销售。公司不仅具有大规模的生产能力、先进的制造水平、完善的服务体系、更具备卓越的研发能力，是行业的领导者。

图表 5. 公司主营业务及增速



资料来源：公司数据

图表 6. 公司产品销售地区（2009 年）



资料来源：公司数据

领先的研发与技术将不断的提高企业竞争优势

公司在国内和欧洲均设有研发机构和设施，拥有一支高效的专业研发团队，有着丰富的与客户研发机构合作的经验。同时，公司与大专院校进行联合研究开发，充分利用外部力量提升公司的技术创新能力。

公司每年研发约 6 个新产品系列并投入批量生产，待研发中心项目建成后，将达到每年 15 个新产品系列的研发能力。依托强大的研发能力和先进的模具技术，公司能在较短的周期内开发出外观、精度、质量等各项要求都符合消费潮流趋势的结构模组，在行业内确立了较强的竞争优势。

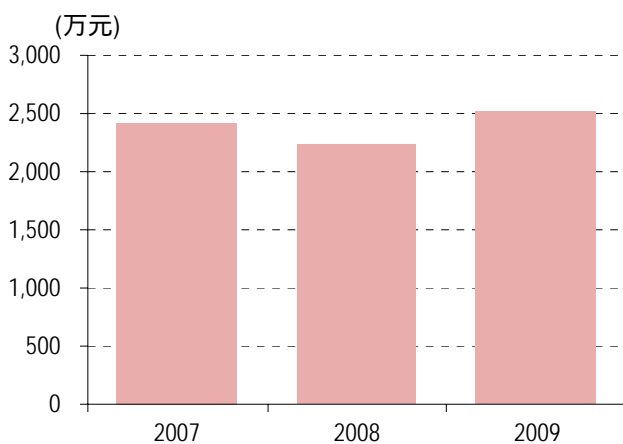
图表 7. 公司在研项目

项目名称	合作单位	技术水平	起止年月
电动液晶电视机底座		行业领先	2009.04-今
STILETTO 序列液晶电视机底座	PHILIPS	行业领先	2009.06-今
AVM 系列液晶电视机底座	PHILIPS	行业领先	2009.07-今
Wall Stand	PHILIPS	行业领先	2009.08-今
双色透明系列液晶电视机底座		行业领先	2010.01-今
玻璃弯曲系列液晶电视机底座		行业领先	2010.01-今

资料来源：中银国际研究、公司资料

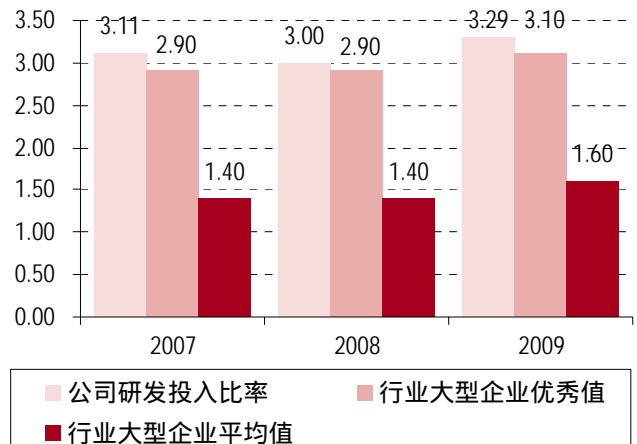
通过加大研究与开发的投入和对有重要贡献研发人员进行特别奖励来提升研发人员的创新积极性和提升公司核心竞争力，从而保证了本公司在客户供应链中的重要地位。

图表 8. 近三年公司研发费用



资料来源：公司数据

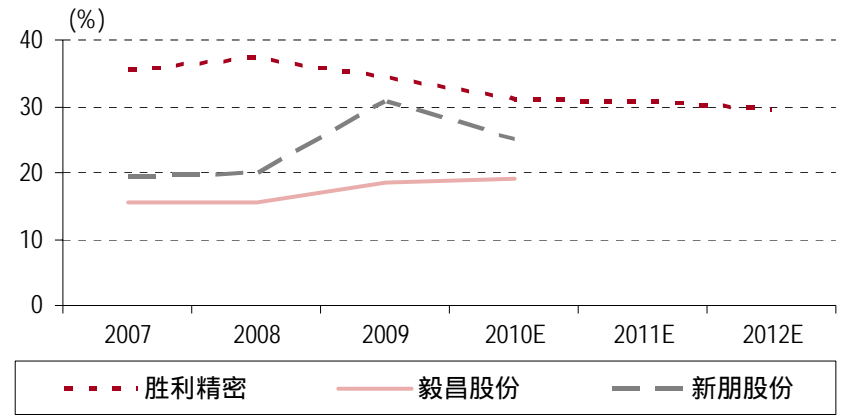
图表 9. 近三年公司研发投入比率 (2009 年)



资料来源：公司数据

借助研发优势，公司不断的研发高附加价值新型产品和改善生产工艺流程，有效的保证了公司持续的高毛利率水平。

图表 10. 公司长期稳定的高毛利率



资料来源：中银国际研究、公司资料

优秀的客户拓展能力

公司建立了良好的质量控制体系，通过了 ISO9001:2000 质量管理体系认证和 IOS14001:2004 环境管理体系认证，从产品设计到最终产品交付的每个过程，都予以周密的管理和监控，充分的保证每件产品的优良品质，严格质量管理使公司产品品质已达到客户免检水平。

同时，依靠公司研发实力，公司为客户提供自新品开发，到开模、生产、供货，再到反馈改进产品的全流程服务。公司利用快速响应模式，建立符合行业特点的压阀框架和模式；利用 Design-in 开发模式，有效缩短新产品导入时间；优化物流管理和改善生产管理，满足客户灵活多样的产品制造需求；关注模具后续改进，为客户追求成本和性能的完美平衡。

公司是主要客户**飞利浦**(PHG.US/美元 31.70, 未有评级)和**冠捷科技**(0903.HK/港币 4.96, 持有)的全球“优选 (preferred) 供应商”，与**TCL 集团**(000100.SZ/人民币 4.16, 未有评级)、**海信电器**(600060.SS/人民币 14.03, 未有评级)、**青岛海尔**(600690.SS/人民币 22.24, 未有评级)等国内家电厂商，及佳士达、艾科泰等国际大型代工厂商建立了长期稳定的良好合作关系。公司的产品和服务被全球著名制造商所认可，不但有利于提高企业形象和竞争地位，更有利于公司拓展业务、加入其它著名制造商的供应链体系，扩大市场份额。

图表 11. 近年公司受到客户的嘉奖

冠捷	公司连续三年被评为“优良供应商”
飞利浦	"AP/China Profit Improvement Plan Workshop 2006 Excellent Contribution and Support" "2007 Range Design-In Workshop Best Practice Award" "CL BIC 2009 Amsterdam Supplier Participation Award" (全球同行供应商仅江苏精密获得该奖项) "2010 Range Design-In Workshop Excellent Contribution and Support to PHILIPS Television"

资料来源：中银国际研究、公司资料

全球扩张、规模占领市场

全球供应商的资质认定决定了本行业具有“马太效应”，强者恒强，弱者恒弱。一方面，平板电视产业集中度高，单个电视厂商制造规模大，同样要求供应商能扩大产能来满足其需求；另一方面规模效应能够有效的降低产品成本。资金足、产能大、研发能力强的优势厂商往往会有持续不断的订单，随着业务的做大做强，客户群体也将增加，自身综合实力也将得到不断的扩大，反之则被淘汰，富士康是典型的成功案例。

目前国内结构模组制造商市场专业化程度较低，除胜利精密外，细分行业内市场占有率突出的企业罕有。公司 07 年和 08 年公司 Base 产品的全球市场占有率分别达到 5.90%和 6.06%。

为适应国际平板电视产业链布局变动，公司跟随客户的投资步伐，于 2007 年在波兰设立全资子公司波兰胜利，扩大产销规模、改进库存管理，以满足欧洲日益增长的市场需求和扩大市场份额。

2010 年，公司通过 IPO 募集资金投资平板电视结构模组技术改造项目、模具中心项目、研发中心项目，有利于进一步提升公司在结构模组生产制造方面的优势，通过新设备和新技术进一步提升品质，扩大公司塑胶结构件和 Base 的产能，扩大市场占有率，提高企业自身实力和竞争力。

图表 12. 项目新增产能（单位：万套/年）

产品类型	现有产能	拟增产能	达产后产能	产能增加率(%)
Base	750	290	1040	38.67%
塑胶结构件	1050	320	1370	30.48%

资料来源：中银国际研究、公司资料

盈利预测

图表 13.业务收入预测

(百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Base	423.6	487.5	469.0	586.2	703.5	809.0
塑胶结构件	83.6	143.0	204.7	307.1	429.9	558.9
金属结构件	260.7	150.8	142.7	135.6	128.8	122.4
其他主营业务	30.4	9.3	31.9	38.3	44.0	48.4
其他业务	3.1	2.7	56.0	55.1	55.1	52.4
合计	802.6	795.4	900.8	1,122.3	1,361.4	1,591.1

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 14.主要产品毛利率

(%)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Base	33.19	38.61	38.66	34.00	33.00	32.00
塑胶结构件	34.89	36.32	30.43	29.00	29.00	28.00
金属结构件	38.37	34.34	30.91	28.00	28.00	28.00
其他主营业务	48.86	23.83	14.31	14.00	17.38	15.23
其他业务	28.80	43.34	(6.65)	21.83	21.83	21.83
合计	35.62	37.24	32.06	30.63	30.31	29.44

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 15.利润表预测

(百万人民币)	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	802.62	795.41	901	1,122	1,361	1,591
营业成本	(516.74)	(499.16)	(612)	(779)	(949)	(1,123)
营业税金及附加	(4.20)	(7.88)	(4)	(5)	(6)	(7)
销售费用	(26.57)	(20.98)	(24)	(35)	(36)	(40)
管理费用	(21.79)	(59.52)	(61)	(57)	(79)	(93)
财务费用	(6.32)	(31.42)	(6)	(3)	7	8
资产减值损失	(5.61)	1.05	(4)	(4)	(4)	(4)
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	(3)	0	0	0
营业利润	221.38	177.49	188.16	239.59	294.24	331.84
营业外收入	0.00	10.60	11.52	7.38	7.38	7.38
营业外支出	(0.85)	(6.19)	(0.83)	(2.62)	(2.62)	(2.62)
税前利润	220.54	181.90	198.85	244.34	299.00	336.59
所得税	(75.69)	(24.65)	(30.85)	(37.91)	(46.39)	(52.22)
净利润	144.85	157.26	168.00	206.43	252.61	284.37
少数股东损益	(2.21)	(0.35)	(0.78)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	142.64	156.90	167.22	206.43	252.61	284.37
每股收益	1.19	0.44	0.46	0.52	0.63	0.71

资料来源：中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 6 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371